Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIK GENERALNEJ
JULIANE KOKOTT
z dnia 16 września 2021 r.[1]

Sprawa C-302/20

Pan A
przeciwko
Autorité des marchés financiers (urzędowi ds. rynków finansowych, Francja)

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu, Francja)]

Postępowanie prejudycjalne – Rynek wewnętrzny usług finansowych – Prawidłowe funkcjonowanie i integralność rynków kapitałowych – Informacje poufne i wykorzystywanie informacji poufnych – Dyrektywa 2003/6/WE (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) – Zakaz ujawniania informacji poufnych – Dyrektywa 2003/124/WE – Artykuł 1 ust. 1 – Pojęcie informacji poufnych – Kryteria precyzyjności i zdolności do wywierania wpływu na cenę – Pogłoska rynkowa – Ujawnienie przez dziennikarza innej osobie informacji o zbliżającej się publikacji artykułu dotyczącego pogłoski rynkowej – Rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) – Artykuł 21 – Ujawnienie informacji poufnych do celów dziennikarskich – Artykuł 10 – Ujawnienie informacji poufnych w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia lub zawodu

I. Wstęp

1. Europejskie prawo dotyczące nadużyć na rynku ma przede wszystkim na celu zapewnienie, by rynek kapitałowy charakteryzował się integralnością i równymi prawami. Ma to na celu spowodowanie powstania po stronie inwestorów zaufania, które z kolei odgrywa kluczową rolę w kontekście stabilności rynku[2]. Prawo dotyczące wykorzystywania informacji poufnych, jako zasadniczy element prawa dotyczącego nadużyć na rynku, ma służyć osiągnięciu tego celu poprzez równe traktowanie uczestników rynku w zakresie informacji. Żaden inwestor nie powinien uzyskać korzyści z istotnych, ale niedostępnych publicznie informacji, ze szkodą dla tych inwestorów, którzy nie znają (nie mogą znać) tych informacji[3].

[1] Język oryginału: niemiecki.

[2] Zobacz np. projekt dyrektywy Komisji dla dyrektywy 2003/6 z dnia 19 listopada 2002 r., COM(2002) 625 wersja ostateczna (Dz.U. 2003, C 71 E, s. 62): „Rynki finansowe przetrwają okresowe wahania i cykliczne korekty, jak również słabe wyniki poszczególnych akcji. Destrukcyjny wpływ ma na nie jednak erozja zaufania inwestorów, która następuje, gdy […] są one podatne na nadużycia na rynku".

[3] Zobacz w szczególności wyroki: z dnia 10 maja 2007 r., Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, pkt 38); z dnia 23 grudnia 2009 r., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, pkt 47, 48).

2. W związku z tym prawo dotyczące wykorzystywania informacji poufnych przewiduje, że z jednej strony, co do zasady, wszystkie istotne informacje powinny być w miarę możliwości udostępniane publicznie poprzez zobowiązanie emitenta papierów wartościowych do regularnego podawania do wiadomości publicznej informacji na jego temat (tzw. ujawnienie publiczne ad hoc)[4]. Z drugiej strony istniejące asymetrie informacyjne nie mogą być jednak wykorzystywane (zakaz wykorzystywania informacji poufnych[5]) lub muszą być w miarę możliwości utrzymywane w ograniczonym kręgu (zakaz bezprawnego ujawniania informacji poufnych[6]).

3. Niniejszy wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy zasadniczo zakazu ujawniania informacji poufnych i jego granic. W postępowaniu głównym dziennikarz finansowy broni się przed sankcją nałożoną na niego za przekazanie informacji poufnej, powołując się zasadniczo na naruszenie wolności prasy. Prawdą jest, że z uwagi na cel prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych, jakim jest stworzenie jak największej przejrzystości, na gruncie tego prawa przetwarzanie przez dziennikarzy informacji poufnych wydaje się również pożądane, przynajmniej częściowo. Jednakże, zwłaszcza na etapie poprzedzającym szerokie rozpowszechnienie i publiczne ujawnienie informacji w mediach, prawo dotyczące wykorzystywania informacji poufnych oraz wolność prasy i swoboda wypowiedzi w mediach mogą również wchodzić ze sobą w konflikt. Sposób rozstrzygnięcia tego konfliktu jest przedmiotem drugiego bloku pytań skierowanych do Trybunału przez Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu).

4. W pierwszej kolejności sąd ten zastanawia się jednak, czy ujawnienie, zarzucane skarżącemu w postępowaniu głównym, dotyczyło w ogóle informacji poufnej. W kontekście pierwszego bloku przedłożonych Trybunałowi pytań będzie musiał on w szczególności wyjaśnić, w jakich okolicznościach pogłoska rynkowa, tj. wyraźnie niepewna informacja, może uruchomić mechanizmy prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych.

II. Ramy prawne

A. Prawo Unii

1. Dyrektywa 2003/6 (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku)

5. Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (ang. market abuse directive; zwana dalej „dyrektywą 2003/6")[7] zawiera w art. 1 pkt 1 definicję pojęcia „informacji wewnętrznej [poufnej]":

„[…] informację o ściśle określonym charakterze [precyzyjną], niepodaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych, i któr[a], gdyby został[a] podan[a]

[4] Porównaj art. 17 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. 2014, L 173, s. 1).

[5] Zobacz art. 14 lit. a) i b) rozporządzenia nr 596/2014.

[6] Zobacz art. 14 lit. c) rozporządzenia nr 596/2014.

[7] Dz.U. 2003, L 96, s. 16.

do wiadomości publicznej, miał[a]by prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych".

6. Zgodnie z art. 2 ust. 1 akapit drugi lit. c) dyrektywy 2003/6 państwa członkowskie zabraniają każdej osobie posiadającej informacje poufne z tytułu posiadanego dostępu do informacji poprzez zatrudnienie, wykonywanie swojego zawodu lub obowiązków wykorzystywania takich informacji poprzez nabywanie lub zbywanie lub próbę nabycia lub zbycia, na rachunek własny lub na rachunek strony trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, instrumentów finansowych, których informacje te dotyczą.

7. Ponadto, zgodnie z art. 3 dyrektywy 2003/6, państwa członkowskie zabraniają osobom podlegającym zakazowi ustanowionemu w art. 2:

a) ujawniania informacji wewnętrznych [poufnych] jakiejkolwiek innej osobie, jeżeli takie ujawnienie nie należy do normalnego trybu wykonywania przez te osoby czynności w ramach swojego [ich] zatrudnienia, zawodu lub obowiązków;

b) zalecania innej osobie lub nakłaniania jej, na podstawie informacji wewnętrznych [poufnych], do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, do których odnoszą się te informacje".

2. Dyrektywa 2003/124

8. Dwa pierwsze motywy preambuły dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (zwanej dalej „dyrektywą 2003/124")[8] brzmią następująco:

„(1) Rozsądni inwestorzy opierają swoje decyzje inwestycyjne na informacjach dla nich dostępnych w danej chwili, czyli na informacjach dostępnych ex ante. Dlatego kwestia, czy podejmując decyzję inwestycyjną, rozsądny inwestor brałby pod uwagę daną informację, powinna być rozważana na podstawie dostępnych informacji ex ante. Ocena taka musi brać pod uwagę przewidywany wpływ danej informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, wiarygodność źródła informacji oraz wszelkie inne zmienne rynkowe, które mogą mieć wpływ na dany instrument finansowy lub związany z nim w danych okolicznościach pochodny instrument finansowy.

(2) Informacje ex post mogą być wykorzystywane do weryfikacji założenia, że informacje ex ante miały wpływ na cenę, ale nie powinny być wykorzystywane do podejmowania działań przeciwko komuś, kto na podstawie dostępnych sobie informacji ex ante wyciągał rozsądne wnioski".

9. Artykuł 1 tej dyrektywy bardziej precyzyjnie definiuje pojęcie informacji poufnej:

„1. Do celów stosowania art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE informacje uważa się za informacje dokładne [precyzyjne], jeżeli wskazują one na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać, i które są na tyle szczególne [szczegółowe], aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia

[8] Dz.U. 2003, L 339, s. 70.

na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

2. Do celów stosowania art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE »informacje, które, jeżeli zostałyby ujawnione, miałyby istotny wpływ na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych« oznaczają informacje, które rozsądny inwestor wykorzystałby, podejmując swoje decyzje inwestycyjne".

3. Rozporządzenie nr 596/2014 (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku)

10. Rozporządzenie nr 596/2014 (ang. market abuse regulation; zwane dalej „rozporządzeniem nr 596/2014") zastąpiło dyrektywę 2003/6 i zgodnie z jego art. 39 ust. 2 obowiązuje w państwach członkowskich od dnia 3 lipca 2016 r.

11. Motyw 77 tego rozporządzenia stanowi:

„Niniejsze rozporządzenie nie narusza praw podstawowych i jest zgodne z zasadami uznanymi w Karcie praw podstawowych Unii Europejskiej (»Karta«). W związku z tym niniejsze rozporządzenie powinno być interpretowane i stosowane zgodnie z tymi prawami i zasadami. W szczególności kiedy niniejsze rozporządzenie odnosi się do przepisów regulujących wolność prasy i wolność wypowiedzi w innych mediach oraz do przepisów lub kodeksów regulujących zawód dziennikarza, należy uwzględnić te wolności, jako gwarantowane w Unii i państwach członkowskich oraz uznane zgodnie z art. 11 Karty i z innymi stosownymi przepisami".

12. Definicja informacji poufnej, zawarta w art. 7 ust. 1 lit. a) rozporządzenia nr 596/2014, odpowiada definicji zawartej w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/6.

13. Artykuł 7 ust. 2 i 4 rozporządzenia nr 596/2014 mają w relewantnym zakresie następujące brzmienie:

„2. Do celów ust. 1 informacje uznaje się za określone w sposób precyzyjny, jeżeli wskazują one na zbiór okoliczności, które istnieją lub można zasadnie oczekiwać, że zaistnieją, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tego szeregu okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji. W związku z tym w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego celem lub wynikiem jest zaistnienie szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać te przyszłe okoliczności lub to przyszłe wydarzenie, ale także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tych przyszłych okoliczności lub tego przyszłego wydarzenia.

[…]

4. Do celów ust. 1 informacje, które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny instrumentów finansowych, instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji, oznaczają informacje, któr[e] racjonalny

inwestor prawdopodobnie wykorzystałby, opierając się na nich w części przy podejmowaniu swych decyzji inwestycyjnych […]".

14. Artykuł 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 przewiduje pod tytułem „Bezprawne ujawnianie informacji poufnych":

„Do celów niniejszego rozporządzenia bezprawne ujawnienie informacji poufnych ma miejsce wówczas, gdy osoba znajduje się w posiadaniu informacji poufnych i ujawnia te informacje innej osobie, z wyjątkiem przypadków, gdy ujawnienie to odbywa się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków […]".

15. Artykuł 14 lit. c) rozporządzenia nr 596/2014 przewiduje, że bezprawne ujawnienie informacji poufnych stanowi czyn zabroniony.

16. Artykuł 21 rozporządzenia nr 596/2014 nosi tytuł „Ujawnianie lub rozpowszechnianie informacji w środkach przekazu" i brzmi następująco:

„Do celów art. 10 […] jeżeli informacje są ujawniane lub rozpowszechniane i jeżeli rekomendacje są sporządzane lub rozpowszechniane do celów dziennikarskich lub do celów innych form wypowiedzi w środkach przekazu, takie ujawnianie lub rozpowszechnianie informacji podlega ocenie z uwzględnieniem zasad rządzących wolnością prasy i wolnością wypowiedzi w innych środkach przekazu oraz zasad lub kodeksów obowiązujących w zawodzie dziennikarza, chyba że:

a) dane osoby lub osoby blisko z nimi związane uzyskują, bezpośrednio lub pośrednio, korzyści lub zyski z ujawnienia lub rozpowszechnienia danych informacji; lub

b) ujawnienie lub rozpowszechnianie informacji odbywa się z zamiarem wprowadzenia rynku w błąd w kwestii podaży instrumentów finansowych, popytu na nie lub ich ceny".

B. Prawo francuskie

17. Treść art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 i art. 1 dyrektywy 2003/124 została prawie bez zmian przejęta w art. 621-1 Règlement général de l'AMF (rozporządzenia ogólnego AMF, zwanego dalej „RGAMF") i tym samym przepisy te zostały transponowane do prawa francuskiego.

18. Artykuł 622-1 RGAMF stanowi, że osoby, o których mowa w art. 622-2 RGAMF, nie mogą wykorzystywać dostępnych im informacji poufnych ani też nie mogą przekazywać informacji poufnych wszelkim innym osobom poza normalnym tokiem pracy, zawodem lub obowiązkami. Artykuł 622-2 RGAMF obejmuje między innymi osoby, które posiadają informacje poufne ze względu na dostęp do nich z racji wykonywanej pracy lub wykonywanego zawodu.

III. Stan faktyczny i postępowanie główne

19. Pan A, skarżący w postępowaniu głównym, jest emerytowanym dziennikarzem, który w trakcie swojej kariery zawodowej pracował dla różnych brytyjskich dzienników. Ostatnio pracował dla poczytnej strony internetowej brytyjskiej gazety. Regularnie publikował tam artykuły, w których odnosił się do pogłosek rynkowych. Dwa z tych artykułów mają znaczenie dla postępowania głównego.

20. Po pierwsze, wieczorem w dniu 8 czerwca 2011 r. skarżący w postępowaniu głównym opublikował artykuł o możliwej ofercie przejęcia przez pewną grupę akcji spółki za konkretnie podaną cenę, która była o 86% wyższa od ceny akcji tej spółki na zamknięciu sesji giełdowej. Na otwarciu następnego dnia handlowego cena akcji tej wskazanej spółki docelowej wzrosła o 0,64%, a w ciągu dnia o dalsze 4,55%.

21. Po drugie, wieczorem w dniu 12 czerwca 2012 r. opublikował on artykuł o innym możliwym przejęciu po określonej cenie zakupu, która była o około 80% wyższa niż cena akcji wskazanej spółki docelowej na zamknięciu sesji giełdowej. W ciągu kolejnego dnia notowań kurs akcji tej spółki wzrósł na zamknięciu o 17,69%. Zainteresowane przedsiębiorstwo zdementowało tę pogłoskę dwa dni później.

22. Krótko przed ukazaniem się tych dwóch artykułów na stronie internetowej odnośnej gazety kilku mieszkańców Wielkiej Brytanii kupiło odpowiednie akcje i sprzedało je następnego dnia z zyskiem.

23. W ramach analizy danych dotyczących połączeń telefonicznych francuski Autorité des marchés financiers (urząd ds. rynków finansowych, zwany dalej „AMF") stwierdził, że skarżący w postępowaniu głównym miał kontakt telefoniczny z jednym lub kilkoma późniejszymi nabywcami w dniu publikacji każdego z artykułów. Osoby te są analitykami finansowymi, z którymi skarżący w postępowaniu głównym od lat pozostaje w stałym kontakcie w sprawach związanych z rynkiem kapitałowym. W co najmniej jednym przypadku zainteresowany wkrótce po zakończeniu rozmowy telefonicznej ze skarżącym w postępowaniu głównym zadzwonił do swojego maklera, który następnie złożył zlecenie kupna papierów wartościowych omawianych w artykule, który ukazał się niedługo potem.

24. AMF twierdzi, że skarżący w postępowaniu głównym poinformował wyżej wymienione osoby o zbliżającej się publikacji artykułów podczas przedmiotowych rozmów telefonicznych. Uważa on, że informacja o zbliżającej się publikacji artykułu prasowego, w którym nawiązuje się do pogłoski rynkowej, może stanowić informację poufną oraz że przedmiotowa informacja spełnia przesłanki uznania jej za informację poufną. Z tego względu po wysłuchaniu przez należącą do AMF komisję ds. sankcji organ ów nałożył na skarżącego w postępowaniu głównym karę pieniężną w wysokości 40 000 EUR. Na nabywców przedmiotowych papierów wartościowych zostały nałożone kary pieniężne za wykorzystywanie informacji poufnych.

25. Skarga na tę decyzję jest rozpatrywana przez sąd odsyłający, Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu).

26. Skarżący zaprzecza w niej, że rozmawiał z późniejszymi nabywcami na temat artykułów dotyczących pogłosek o przejęciu, i twierdzi, że informacja o zbliżającej się publikacji tych artykułów w żadnym wypadku nie może być uznana za informację poufną. Jego zdaniem zwykłym pogłoskom brakuje bowiem niezbędnej precyzyjności ze względu na nieodłącznie towarzyszącą im niepewność i niedokładność. Zgodnie natomiast z art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 lub art. 7 ust. 1 lit. a) rozporządzenia nr 596/2014 precyzyjny charakter informacji stanowi niezależną przesłankę uznania jej za informację poufną. Według skarżącego w szczególności wymóg precyzyjnego charakteru nie został pozbawiony znaczenia przez fakt, że informacja została zaklasyfikowana jako mogąca mieć wpływ na cenę. Ponadto ukaranie skarżącego narusza jego zdaniem art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, który przewiduje wyjątek od zakazu ujawniania informacji poufnych dla dziennikarzy. Zastosowanie tego wyjątku do jego sytuacji musiałoby zatem doprowadzić do uchylenia nałożonej na niego kary pieniężnej

27. Sąd odsyłający uważa, że w szczególności znaczne wahania cen papierów wartościowych po opublikowaniu omawianych artykułów świadczą o tym, że omawiane informacje stanowiły informacje mające wpływ na ceny w rozumieniu art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124 i art. 7 ust. 4 rozporządzenia nr 596/2014. Nie jest jednak w jego opinii jasne, czy informacja o zbliżającej się publikacji artykułów spełniała kryterium precyzyjnego charakteru, ponieważ możliwe jest, że treść artykułów – tj. odniesienie do pogłosek rynkowych – nie była wystarczająco szczegółowa.

28. Jeśli chodzi o zastosowanie art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 sąd odsyłający musi odpowiedzieć na pytanie, czy działanie zostało podjęte przez skarżącego w postępowaniu głównym „do celów dziennikarskich" w rozumieniu tego przepisu i czy przepis ten zawiera wyczerpującą normę szczególną w tym zakresie. W istocie w ramach ogólnego wyjątku od zakazu ujawniania informacji poufnych dla celów zawodowych Trybunał wymaga, aby ujawnienie informacji poufnych było bezwzględnie konieczne do wykonywania zawodu i by było ono proporcjonalne [9]. Dlatego zdaniem sądu należy ustalić, jakie wymogi art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, ewentualnie w związku z art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014, ustanawia w odniesieniu do zgodności z prawem zachowania skarżącego w postępowaniu głównym.

IV. Pytania prejudycjalne i postępowanie przed Trybunałem

29. W tym kontekście Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi na podstawie art. 267 TFUE:

1. a) Czy art. 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 […] w związku z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 […] należy interpretować w ten sposób, że informacja o zbliżającej się publikacji artykułu prasowego zawierającego pogłoskę rynkową dotyczącą emitenta instrumentu finansowego może spełniać wymóg precyzyjności wprowadzony w tych przepisach dla kwalifikacji informacji poufnych?

b) Czy okoliczność, że artykuł prasowy, którego zbliżająca się publikacja stanowi rozpatrywaną informację, wskazuje – tytułem pogłoski rynkowej – cenę publicznej oferty kupna, ma wpływ na ocenę precyzyjności rozpatrywanej informacji?

c) Czy renoma dziennikarza, który podpisał artykuł, renoma podmiotu prasowego, który go opublikował, oraz rzeczywiście znaczący wpływ (ex post) tej publikacji na cenę papierów wartościowych, których ona dotyczy, mają znaczenie dla celów oceny precyzyjności rozpatrywanej informacji?

2. W przypadku odpowiedzi, zgodnie z którą informacja taka jak rozpatrywana może spełniać przewidziany wymóg precyzyjności:

a) Czy art. 21 [rozporządzenia nr 596/2014] należy interpretować w ten sposób, że ujawnienie przez dziennikarza jednemu z jego zwykłych źródeł informacji o zbliżającej się publikacji artykułu jego autorstwa, w którym zamieszczono pogłoskę rynkową, następuje »do celów dziennikarskich«?

[9] Wyrok z dnia 22 listopada 2005 r., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

b) Czy odpowiedź na to pytanie zależy w szczególności od tego, czy dziennikarz został poinformowany o pogłosce rynkowej przez to źródło lub też czy ujawnienie informacji o zbliżającej się publikacji artykułu było pomocne w uzyskaniu od tego źródła wyjaśnień co do wiarygodności pogłoski?

3. Czy art. 10 i 21 [rozporządzenia nr 596/2014] należy interpretować w ten sposób, że nawet w przypadku ujawnienia informacji poufnych przez dziennikarza »do celów dziennikarskich« w rozumieniu art. 21 zgodność lub niezgodność z prawem ujawnienia wymaga oceny, czy odbyło się to »w normalnym trybie wykonywania […] zawodu [dziennikarza]« w rozumieniu art. 10?

4. Czy art. 10 rozporządzenia nr 596/2014 należy interpretować w ten sposób, że ujawnienie informacji poufnych, aby mogło mieć miejsce w ramach normalnego trybu wykonywania zawodu dziennikarza, musi być bezwzględnie konieczne do wykonywania tego zawodu i musi być zgodne z zasadą proporcjonalności?".

30. W ramach procedury pisemnej przed Trybunałem skarżący w postępowaniu głównym, AMF, Republika Francuska, Królestwo Norwegii, Królestwo Szwecji, Królestwo Hiszpanii i Komisja Europejska przedstawili swoje uwagi w przedmiocie zadanych pytań prejudycjalnych. Ponadto, z wyjątkiem Królestwa Norwegii, wszyscy pozostali uczestnicy postępowania wzięli udział w rozprawie w dniu 22 czerwca 2021 r.

V. Ocena prawna

31. Poprzez swe pytania prejudycjalne Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu) zmierza w efekcie do wyjaśnienia, czy skarżący w postępowaniu głównym został słusznie ukarany grzywną za naruszenie zakazu ujawniania, przewidzianego w art. 622-1 RGAMF[10]. Przepis ten transponuje zasadniczo do prawa francuskiego art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6.

32. W przypadku pytań od 1a do 1c sąd chciałby przede wszystkim ustalić, czy informacja o zbliżającej się publikacji artykułu prasowego na temat pogłoski rynkowej może być uznana za „informację wewnętrzną [poufną]" w rozumieniu art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6[11], a tym samym czy co do zasady podlega zakazowi ujawnienia z art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6 (zob. sekcja A). Pytania od 2 do 4 dotyczą następnie wyjątków od zakazu ujawniania informacji poufnych, w szczególnym kontekście działalności dziennikarzy (zob. sekcja B).

A. W przedmiocie pierwszego pytania prejudycjalnego

33. Poprzez swe pierwsze pytanie sąd odsyłający zmierza zasadniczo do ustalenia, czy i pod jakimi warunkami informację o zbliżającej się publikacji artykułu prasowego dotyczącego pogłoski rynkowej należy uznać za informację precyzyjną w rozumieniu art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124.

34. Wymóg precyzyjności to pierwsza z czterech przesłanek określonych w art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6, których spełnienie powoduje, że informacja staje się informacją poufną. Po drugie, informacja ta nie może być podana do wiadomości publicznej. Po trzecie, musi ona bezpośrednio lub pośrednio dotyczyć jednego lub więcej instrumentów finansowych lub ich emitentów. Po

[10] Zakaz ujawniania informacji wynika obecnie bezpośrednio z art. 10 ust. 1 w związku z art. 14 lit. c) rozporządzenia nr 596/2014.

[11] Który odpowiada art. 7 ust. 1 lit. a) rozporządzenia nr 596/2014.

czwarte, jeżeli informacja ta została podana do wiadomości publicznej, to musi ona móc wywrzeć istotny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych (zwany dalej „możliwym wpływem na ceny”) [12].

35. Sąd odsyłający uważa, że przesłanki druga, trzecia i czwarta zostały spełnione. W szczególności zakłada, że informacja o zbliżającej się publikacji artykułów mogła mieć wpływ na ceny w rozumieniu czwartego warunku. Sąd opiera to stwierdzenie w szczególności na wahaniach cen papierów wartościowych, o których mowa w artykułach, po ich opublikowaniu.

36. Zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 wymóg precyzyjności składa się z dwóch elementów. Po pierwsze, informacja musi wskazywać na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub na wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać. Po drugie, informacje muszą być na tyle szczegółowe, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

37. Spośród tych dwóch przesłanek sąd odsyłający nie ma wątpliwości odnośnie do spełnienia pierwszej, a mianowicie wystarczającego prawdopodobieństwa publikacji artykułu w chwili ujawnienia informacji. W efekcie problem dotyczy jedynie drugiej przesłanki – szczegółowości [13] w odniesieniu do możliwego wpływu na cenę. Z punktu widzenia Cour d’appel de Paris (sądu apelacyjnego w Paryżu) jej spełnienie mogłoby być problematyczne, ponieważ przedmiotowa informacja, tj. zbliżająca się publikacja artykułu prasowego, dotyczy pogłoski. Jeśli chodzi o szczegółowość tej pogłoski, pojawiły się wątpliwości, ponieważ można ją uznać za zbyt niedokładną lub niepewną, aby wyciągnąć wnioski na temat ewentualnego wpływu na cenę. Zdaniem sądu odsyłającego może to mieć wpływ na szczegółowość spornych informacji. Sąd odsyłający nie jest zatem w stanie stwierdzić istnienia informacji poufnej, mimo że jego zdaniem informacja ta nie była podana do wiadomości publicznej i mogła mieć wpływ na cenę, a w konsekwencji dawała posiadaczowi tej informacji szczególną przewagę nad innymi uczestnikami rynku [14].

38. Jednakże, zgodnie z orzecznictwem Trybunału, cecha szczegółowości, jako drugi element przymiotu precyzyjności informacji poufnej [15], stanowi odrębną i niezależną od możliwości wywierania wpływu na cenę przesłankę istnienia informacji poufnej [16]. W związku z tym należy najpierw zbadać, czy informację o zbliżającej się publikacji artykułu prasowego można uznać za szczegółową w rozumieniu art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy 2003/124, mimo że dotyczy ona pogłoski rynkowej (zob. część 1).

39. Dopiero potem, w odniesieniu do pytania prejudycjalnego 1c, należy wyjaśnić, czy o szczegółowości danej informacji może dodatkowo świadczyć fakt, że po opublikowaniu danych artykułów prasowych nastąpiły wahania cen (zob. część 2).

[12] Wyrok z dnia 28 czerwca 2012 r., Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, pkt 25).

[13] W dalszej części będę używała tego terminu w odniesieniu do drugiego kryterium precyzyjności w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 i zakładam, że tylko to ma znaczenie dla sądu.

[14] Wyrok z dnia 23 grudnia 2009 r., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, pkt 52).

[15] Zobacz pkt 36 niniejszej opinii.

[16] Wyrok z dnia 11 marca 2015 r., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, pkt 28).

1. W przedmiocie ustalenia szczegółowości rozpatrywanych informacji

40. Z przytoczonej już definicji cechy szczegółowości z art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy 2003/124 wynika, że informacja musi mieć treść lub wartość informacyjną, która umożliwia wyciągnięcie wniosków co do ich możliwego wpływu na ceny (lub nie)[17]. Sugeruje to, że nie chodzi tu o wysoki próg[18]. Ma to raczej na celu jedynie wykluczenie informacji, które z punktu widzenia oceny możliwego wpływu na ceny nie mają od samego początku żadnej istotnej wartości informacyjnej.

41. Zgodnie z motywem pierwszym dyrektywy 2003/124 rozsądny inwestor, oceniając przewidywany wpływ informacji na ceny, odnosi się w szczególności do informacji, które ujawniają skutki gospodarcze danej informacji dla przedsiębiorstwa[19] oraz jej wiarygodność. Z tego powodu, zgodnie ze sformułowaniem Trybunału, cecha szczegółowości ma na celu wykluczenie jedynie niejasnych lub ogólnych informacji, które nie pozwalają na wyciągnięcie wniosku co do ich możliwego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych[20].

42. O ile informacja o zbliżającej się publikacji artykułu przez autora przedmiotowego artykułu nie jest niejasna, gdyż opisuje ona konkretne zdarzenie z wiarygodnego źródła jako takie, które z pewnością nastąpi, o tyle informacje te same w sobie są oczywiście zbyt ogólne, aby można było wyciągnąć wnioski na temat możliwego wpływu na cenę konkretnego instrumentu finansowego. Taki wniosek jest możliwy tylko w powiązaniu z przedmiotem danego artykułu – czyli w tym przypadku pogłoską rynkową dotyczącą przejęć przedsiębiorstw.

43. Na to powiązanie wskazuje również skarżący w postępowaniu głównym. Wywodzi on z tego wniosek, że informacje dotyczące publikacji artykułów mogą być szczegółowe tylko wtedy, gdy przedmiot danego artykułu jest sam w sobie szczegółowy. Jednakże według niego treść artykułów będących przedmiotem niniejszej sprawy nie była szczegółowa, ponieważ były to pogłoski, które z natury rzeczy nie są szczegółowe. Odwołuje się on przy tym między innymi do stwierdzenia byłego Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators, CESR), według którego pogłoski stanowią przeciwieństwo sprawdzalnych, a więc precyzyjnych informacji[21].

44. Moim zdaniem te dwa twierdzenia nie są uzasadnione.

a) W przedmiocie generalnej (nie)szczegółowości pogłosek rynkowych

45. Jeżeli pogłoski rynkowe miałyby być generalnie uważane za nieszczegółowe, nigdy nie mogłyby stanowić informacji poufnej[22]. Jednakże dyrektywa 2003/6 nie przewiduje wyraźnie wyłączenia pogłosek z prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych. Wręcz przeciwnie, jak już wspomniano, w pierwszym motywie dyrektywy 2003/124 wyraźnie mówi się o „wiarygodności źródła informacji" jako odgrywającej rolę w ocenie wartości informacji. Oznacza

[17] Zobacz podobnie wyrok z dnia 11 marca 2015 r., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, pkt 31).

[18] Podobnie opinia rzecznika generalnego M. Watheleta w sprawie Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, pkt 37).

[19] Porównaj sformułowanie „przewidywany wpływ […] w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności".

[20] Wyrok z dnia 11 marca 2015 r., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, pkt 31).

[21] Porównaj CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, pkt 1.5. Podobnie również CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, pkt 20, tiret pierwsze.

[22] Dzieje się tak dlatego, że szczegółowość – jako drugi element przymiotu precyzyjności w rozumieniu art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 – stanowi obowiązkową przesłankę stwierdzenia istnienia informacji poufnej.

to, że dyrektywa nie wymaga absolutnej wiarygodności, aby informacja miała charakter informacji poufnej. Wiąże się to z tym, że wiarygodność jest czynnikiem stopniowalnym i musi być określana indywidualnie dla każdego przypadku.

46. Ponadto pogłoski odgrywają istotną praktyczną rolę w praktyce rynkowej [23]. W związku z tym art. 1 pkt 2 lit. c) dyrektywy 2003/6 zakłada, że pogłoski są przetwarzane przez rynek, jeżeli mogą dawać wprowadzające w błąd sygnały, które w drodze manipulacji mogą zniekształcać ceny. Aby osiągnąć cele dyrektywy, tj. zapewnić powstanie po stronie inwestorów zaufania poprzez stworzenie równości szans w zakresie uzyskiwania informacji [24], wykorzystywanie asymetrii informacyjnych musi być w tej dziedzinie zabronione.

47. Jest to tym bardziej prawdziwe, że wiarygodność informacji, które nie są podane do wiadomości publicznej, często nie jest pewna. Innymi słowy – wiele informacji o (przyszłych) wydarzeniach można było uznać lub sformułować jako pogłoskę, dopóki nie stały się znane lub dopóki nie zostały publicznie wyjaśnione. Ponieważ informacji niepewnych w żadnym wypadku nie można całkowicie wyłączyć z zakresu stosowania prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych, nie da się uniknąć trudności kwalifikacyjnych związanych z rozgraniczeniem w kwestii posiadania przez nie przymiotu szczegółowości. Nie jest zatem uzasadnione generalne wykluczenie pogłosek jako zbyt mało szczegółowych ze względu na nieodłącznie towarzyszącą im niepewność. W każdym razie nie może to prowadzić do stworzenia żadnej znaczącej pewności prawnej [25].

b) W przedmiocie związku między przedmiotem a publikacją artykułu

48. Ponadto brak szczegółowości przedmiotu artykułu nie przekłada się automatycznie na brak szczegółowości informacji o jego publikacji. Nie uwzględniałoby to, jak słusznie zauważa również AMF, że wartość informacyjna treści publikacji może ulec zmianie właśnie ze względu na fakt jej opublikowania. Dotyczy to w szczególności pogłosek, których treść jest często niedokładna, a wiarygodność zależy od liczby i statusu osób je rozpowszechniających. Pogłoska może więc zyskać na wiarygodności dzięki publikacji, a także na precyzyjności – dzięki ujęciu w formie tekstowej.

49. Ponadto odmienny pogląd nie byłby zgodny z ochronnym celem prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych. Dzieje się tak dlatego, że oprócz potencjalnej zmiany pogłoski poprzez jej publikację informacja o publikacji ma swoją własną dodatkową wartość informacyjną. Wynika to z faktu, że inwestor uzyskuje przewagę informacyjną, znając datę publikacji pogłoski, i może tę przewagę wykorzystać w stosunku do innych inwestorów.

50. Związek między publikacją a treścią artykułu należy zatem właściwie rozumieć w ten sposób, że dla szczegółowości informacji takiej jak ta, o którą chodzi w niniejszej sprawie, istotne znaczenie ma treść artykułu w formie, jaką uzyskuje on w wyniku publikacji. To właśnie ta okoliczność – opublikowana treść artykułu – jest bowiem przetwarzana przez rynek i stanowi zatem podstawę oceny dokonywanej przez inwestora.

[23] Porównaj na przykład J. Van Bommel, Rumors, *The Journal of Finance*, Vol. 58 nr 4 (2003), s. 1499.

[24] Zobacz wyrok z dnia 23 grudnia 2009 r., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, pkt 47–49).

[25] Odnośnie do celu prawnie pewnej identyfikowalności informacji poufnych por. motyw trzeci dyrektywy 2003/124.

51. Jeśli chodzi o treść, istotne znaczenie ma, aby z opublikowanej pogłoski można było wywnioskować konkretne implikacje gospodarcze dla emitenta. Na przykład artykuł o „dużym" przejęciu „w sektorze motoryzacyjnym" bez wymienienia nazw zainteresowanych firm zostałby uznany za zbyt ogólny, a zatem nieszczegółowy. W zakresie, w jakim z artykułu można przynajmniej pośrednio wywnioskować, że chodzi o przedsiębiorstwa, których to dotyczy, wzmianka o cenie oferty w przypadku pogłoski o przejęciu jeszcze bardziej uszczegóławia artykuł, a tym samym pogłoskę. Ponieważ jednak przejęciom publicznym regularnie towarzyszy wypłata premii za przejęcie od ceny akcji, rynek może ocenić możliwość wpływu na cenę nawet bez takiej wzmianki [26].

52. Ponadto to, czy z opublikowanej pogłoski można wnioskować na temat jej wiarygodności, zależy od tego, czy z publikacji można wywieść kryteria pozwalające określić wiarygodność autora i tekstu w wystarczająco konkretny sposób. Kryteria takie mogą polegać z jednej strony na odniesieniu się w artykule do źródeł pogłoski, a z drugiej strony reputacja dziennikarza, jak również reputacja organu prasowego może odgrywać rolę w tym kontekście [27], bowiem publikacja informacji przez takie podmioty może sugerować, że informacje te zostały w wystarczającym stopniu zweryfikowane. Przykładowo sumienne sprawdzanie prawdziwości informacji, które mają być opublikowane, jest jednym z dziennikarskich obowiązków zawodowych [28], którego lekceważenie nie może być zakładane, zwłaszcza w przypadku szanowanej dziennikarki czy szanowanego dziennikarza. Również inne kryteria, takie jak stopień konkretności sformułowań i treści, mogą odgrywać rolę [29]. W tym względzie rolę może odegrać podanie konkretnej ceny oferty. Przy badaniu szczegółowości nie ma jednak (jeszcze) istotnego znaczenia, czy informacje są ostatecznie wystarczająco wiarygodne, aby uzasadnić zachętę handlową w rozumieniu art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124; muszą one jedynie umożliwiać solidną i rozsądną ocenę.

2. W przedmiocie wahań ceny ex post

53. W kontekście pytania prejudycjalnego nr 1c Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu) chciałby się ponadto dowiedzieć, czy wahania ceny po opublikowaniu przedmiotowej informacji (ex post) mogą odgrywać rolę w ocenie, czy informacja jest szczegółowa.

54. Posiadanie przez informację charakteru informacji poufnej musi być koniecznie oceniane z perspektywy ex ante, ponieważ istotą informacji poufnych jest właśnie to, że nie są one publicznie znane. W związku z tym dla ustalenia, czy informacja jest precyzyjna w rozumieniu art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy 2003/124, następcze wahania ceny mają od samego początku jedynie pośrednie znaczenie, a mianowicie w kontekście późniejszego dowodu.

55. W tym sensie motyw drugi dyrektywy 2003/124 przewiduje, że następcze wahanie ceny może zostać wykorzystane do weryfikacji założenia, że informacje (ex ante) miały wpływ na cenę (jednak bez możliwości podjęcia na tej podstawie jakichkolwiek działań przeciwko komuś, kto na podstawie dostępnych sobie informacji ex ante wyciągał rozsądne wnioski). Jest bowiem

[26] Zobacz wyrok z dnia 22 listopada 2005 r., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, pkt 37, 38). Podobnie również CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, pkt 1.8.

[27] Empiryczną ocenę roli tych czynników można znaleźć w: K.R. Ahern, D. Sosyura, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, nr 7 (2015), s. 2050 i nast.

[28] Porównaj np. ustawy prasowe niemieckich krajów związkowych, które konsekwentnie przewidują obowiązek podawania prawdy. Obowiązek podawania prawdziwych i dokładnych informacji jest również warunkiem wstępnym uznania dziennikarzy za godnych ochrony na podstawie art. 10 EKPC; zob. np. wyrok ETPC z dnia 7 lutego 2012 r. w sprawie Axel Springer AG przeciwko Niemcom, CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93.

[29] Zobacz również K.R. Ahern, D. Sosyura (przypis 27).

prawdopodobne, że informacja miała rzeczywiście wpływ na cenę, jeśli po jej opublikowaniu nastąpiły wahania ceny [30]. Sąd odsyłający zadaje pytanie o możliwość zastosowania tego rozumowania w odniesieniu do kryterium szczegółowości.

56. W każdym razie na to pytanie należałoby jednak odpowiedzieć twierdząco, gdyby szczegółowość informacji poufnej była warunkiem koniecznym posiadania przez nią zdolności do wywierania wpływu na cenę. W takim przypadku można by wywnioskować z późniejszych wahań ceny, że opublikowana informacja była szczegółowa. Wydaje się, że wiele przemawia za tym powiązaniem. Zgodnie bowiem z definicją zawartą w art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124 informacja ma wpływ na cenę, jeśli rozsądny inwestor, tzn. inwestor poinformowany, podjąłby działania na podstawie tej informacji. Wymaga to, przynajmniej na pierwszy rzut oka, żeby na podstawie przedmiotu tej informacji w ogóle możliwa była jej ocena jako istotnej dla tej decyzji inwestycyjnej. Oznacza to jednak, że była ona wystarczająco szczegółowa, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków na temat możliwego wpływu na ceny instrumentów finansowych.

57. Tymczasem sąd odsyłający i skarżący w postępowaniu głównym najwyraźniej zakładają, że mogą istnieć informacje mogące mieć wpływ na cenę, które jednak nie są szczegółowe. Gdyby tak było, informacja taka nie byłaby jednak informacją poufną ze względu na brak spełnienia pierwszej przesłanki z art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6. W związku z tym pogląd ten doprowadziłby do wyłączenia z zakazu wykorzystywania informacji poufnych niektórych informacji mogących mieć wpływ na ceny, które przynoszą posiadaczowi informacji szczególną korzyść ze względu na ową możliwość wpływania na ceny. Ta korzyść mogłaby więc być wykorzystywana bez sankcji, co mogłoby podważyć zaufanie inwestorów do równowagi informacyjnej [31]. Nie przemawia za tym żaden obiektywny powód [32].

58. Do celów odpowiedzi na pytanie prejudycjalne 1c nie jest jednak konieczne ostateczne wyjaśnienie, czy mogą istnieć informacje nieszczegółowe mogące mieć wpływ na cenę. Nawet jeślibyśmy tak założyli, to i tak z reguły rozsądny inwestor opiera swoje decyzje inwestycyjne na informacjach, które są w pewnym stopniu konkretne. Innymi słowy – informacja mogąca mieć wpływ na cenę będzie również szczegółowa, przynajmniej w przeważającej większości przypadków. Moim zdaniem okoliczność ta jest wystarczająca, aby zastosować również w odniesieniu do kryterium szczegółowości koncepcję zawartą w motywie drugim dyrektywy 2003/124, zgodnie z którą późniejsze wahanie cen w każdym razie *wskazuje* na możliwość wpływania na ceny. Ten efekt dowodowy lub weryfikacyjny nie zwalnia bowiem w żadnym wypadku od faktycznego ustalenia konkretnego stanu faktycznego i, przynajmniej w kontekście sankcji, od zbadania, czy charakter informacji poufnej wynikał już z okoliczności ex ante.

3. Wniosek pośredni

59. Odpowiedź na pierwsze pytanie prejudycjalne jest zatem następująca: pochodząca od autora artykułu prasowego informacja o zbliżającej się publikacji tego artykułu, którego przedmiotem jest pogłoska rynkowa dotycząca przejęcia przedsiębiorstwa, spełnia wymóg precyzyjności określony w art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 w związku z art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy

[30] W tym względzie należy przypomnieć, że punktem odniesienia dla oceny możliwości wpływu na ceny jest rozsądny inwestor (patrz już przypis 41 do niniejszej opinii); innymi słowy – wahanie cen może wystąpić również w przypadku informacji, które nie mają wpływu na ceny w rozumieniu art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124, a mianowicie jeżeli wynikają z nieprzewidywalnej reakcji rynku.

[31] Porównaj wyrok z dnia 23 grudnia 2009 r., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, pkt 52).

[32] W wyroku z dnia 28 czerwca 2012 r., Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, pkt 48) Trybunał odniósł się w tym zakresie do pewności prawnej emitenta, która jednak nie może odgrywać roli w przypadku pogłosek na jego temat, ponieważ emitent w żadnym wypadku nie jest zobowiązany do publikowania pogłosek na swój temat.

2003/124, jeżeli przedmiot artykułu w jego opublikowanej formie jest na tyle szczegółowy, że można z niego wywnioskować możliwy wpływ na ceny jednego lub więcej instrumentów finansowych. Ma to miejsce w przypadku, gdy publikacja artykułu dostarcza elementów, na podstawie których można ocenić wiarygodność zawartych w nim informacji i wywieść z nich skutki gospodarcze dla emitenta. Znaczenie może mieć renoma i reputacja dziennikarza, który podpisał się pod artykułem, reputacja organu prasowego, który ten artykuł opublikował, oraz fakt, że w artykule podano określoną cenę przedmiotowej oferty przejęcia. Ewentualne wahania ceny po opublikowaniu przedmiotowych informacji mogą zostać wykorzystane w rozumieniu motywu drugiego dyrektywy 2003/124 do zweryfikowania przyjętego założenia, że informacje ex ante były szczegółowe w rozumieniu art. 1 ust. 1 alternatywa druga tej dyrektywy.

B. W przedmiocie pytań prejudycjalnych od drugiego do czwartego

60. W przypadku gdyby sąd odsyłający, stosując wspomniane kryteria, doszedł do wniosku, że informację o zbliżającej się publikacji spornych artykułów należy uznać za informację poufną, kolejnym pytaniem będzie, czy jej ujawnienie, tj. przekazanie zainteresowanym osobom, było również bezprawne i w związku z tym podlega sankcji.

61. Artykuł 3 lit. a) dyrektywy 2003/6, który obowiązywał w czasie, gdy miały miejsce sporne wydarzenia, nie stoi na przeszkodzie każdemu ujawnieniu informacji poufnych. Ujawnianie takich informacji jest zgodnie z nim zabronione raczej tylko wtedy, gdy „nie należy do normalnego trybu wykonywania przez [dane] osoby czynności w ramach [ich] zatrudnienia, zawodu lub obowiązków". U podstaw tego przepisu leży przekonanie, że kategoryczny zakaz ujawniania informacji doprowadziłby do paraliżu innych ważnych procesów. W praktyce nie można sobie bowiem wyobrazić działalności przedsiębiorstwa bez przetwarzania i przekazywania informacji poufnych ograniczonemu kręgowi osób wewnątrz przedsiębiorstwa (np. odpowiedzialnym działom) lub na zewnątrz (np. prawnikom i audytorom).

62. Trybunał uściślił jednak, że ten wyjątek od zakazu ujawniania musi być interpretowany w sposób ścisły i ma zastosowanie tylko wtedy, gdy ujawnienie jest bezwzględnie konieczne do celów wykonywania zawodu i następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności [33].

63. Przepis o niemal identycznym brzmieniu jak art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6 znajduje się obecnie w art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 [w związku z art. 14 lit. c) tego rozporządzenia]. Ponadto w obecnie obowiązującym stanie prawnym art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 stanowi, że do celów dziennikarskich przy stosowaniu wspomnianego art. 10 rozporządzenia nr 596/2014 należy uwzględniać zasady rządzące wolnością prasy i swobodą wypowiedzi w innych mediach oraz zasady lub kodeksy obowiązujące w zawodzie dziennikarza.

64. W pytaniach prejudycjalnych od drugiego do czwartego Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu) pyta, jak należy oceniać powiadomienie o zbliżającej się publikacji artykułów w świetle wyżej wymienionych przepisów rozporządzenia nr 596/2014, innymi słowy – czy spełnione są przesłanki wyjątku od zakazu ujawniania.

65. W związku z tym należy wyjaśnić, jaki reżim prawny przewiduje rozporządzenie nr 596/2014 w odniesieniu do informacji poufnych w kontekście dziennikarskim. Należy zatem w efekcie ustalić, w jaki sposób można ustanowić odpowiednią równowagę pomiędzy wolnością prasy i swobodą wypowiedzi w mediach a ochroną integralności rynku, którą Trybunał podkreśla

[33] Wyrok z dnia 22 listopada 2005 r., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, pkt 34.

szczególnie, przejawiając tendencję do ścisłego traktowania zakazu ujawniania informacji w kontekście praktyki zawodowej. W związku z tym na pytania prejudycjalne od drugiego do czwartego należy odpowiedzieć łącznie (zob. część 2).

66. W pierwszej kolejności należy jednak odnieść się do kwestii dopuszczalności pytań prejudycjalnych, ponieważ – jak stwierdził sam sąd odsyłający – w czasie zaistnienia wydarzeń będących przedmiotem postępowania głównego nie obowiązywało jeszcze rozporządzenie nr 596/2014, lecz przepisy dyrektywy 2003/6 (zob. część 1 poniżej).

1. W przedmiocie możliwości stosowania rozporządzenia nr 596/2014 w postępowaniu głównym (dopuszczalność pytań prejudycjalnych od drugiego do czwartego)

67. Według sądu odsyłającego art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 jest przepisem korzystniejszym dla dziennikarek i dziennikarzy, niż mający zasadniczo zastosowanie w tamtym okresie art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6. W niniejszym kontekście sankcji przepis art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 powinien być więc na podstawie zasady lex mitior [34] stosowany również do czynów popełnionych przed jego wejściem w życie. W związku z tym pytania dotyczące art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 są istotne dla rozstrzygnięcia sprawy w postępowaniu głównym.

68. To, czy art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 rzeczywiście zawiera łagodniejsze uregulowanie, nie może być łatwo ustalone, biorąc pod uwagę, że nawet w przypadku obowiązywania art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6 prawa podstawowe, w szczególności art. 11 karty i art. 10 EKPC, musiały być już uwzględnione [35] przy jego interpretacji i stosowaniu. Ocena ta zależy raczej ostatecznie od tego, jak należy interpretować poszczególne elementy art. 21 rozporządzenia nr 596/2014. Jednakże ponieważ właśnie to jest przedmiotem pytań prejudycjalnych, zgodnie z wymogami prawidłowego administrowania wymiarem sprawiedliwości należy zbadać je co do istoty [36].

69. Dotyczy to również art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014, o którego wykładnię wyraźnie zwrócono się w trzecim i czwartym pytaniu prejudycjalnym. Wprawdzie art. 3 lit. a) dyrektywy 2003/6 zawiera w tym zakresie – przynajmniej biorąc pod uwagę dosłowne brzmienie – podobny przepis, tak że zastosowanie zasady lex mitior wydaje się na pierwszy rzut oka wykluczone, jednak art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 zawiera wyraźne odniesienie do jego art. 10, a przepisy te stanowią część jednej całości z punktu widzenia techniki regulacyjnej. W celu zapewnienia właściwej interpretacji konieczne jest zatem zbadanie tych dwóch przepisów w ich wzajemnym powiązaniu.

70. W związku z tym badanie pytań prejudycjalnych od drugiego do czwartego jest dopuszczalne co do istoty.

[34] Zobacz art. 49 ust. 1 zdanie trzecie karty. Zdaniem sądu odsyłającego naruszenie zakazu ujawniania informacji ma w prawie francuskim charakter karny. Ponadto Trybunał orzekł już, że sankcje administracyjne w prawie dotyczącym nadużyć na rynku mogą mieć również charakter karny, a zatem uzasadniają między innymi zastosowanie art. 48 karty; zob. wyrok z dnia 2 lutego 2021 r., Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, pkt 42, 43).

[35] Zobacz także motyw 44 dyrektywy 2003/6.

[36] Zobacz podobnie wyroki: z dnia 26 lutego 2002 r., Rada/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, pkt 52); z dnia 5 listopada 2019 r., EBC i in./Trasta Komercbanka i in. (C-663/17 P, C-665/17 P i C-669/17 P, EU:C:2019:923, pkt 46).

2. W przedmiocie wyjątków od zakazu ujawniania informacji poufnych w odniesieniu do działalności dziennikarzy

71. Pytania od drugiego do czwartego z jednej strony dotyczą możliwości zastosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 w postępowaniu głównym. Sąd odsyłający chciałby wiedzieć, czy powiadomienie o zbliżającej się publikacji artykułu może być uznane za ujawnienie informacji poufnej „do celów dziennikarskich". Z drugiej strony zadaje on pytanie o związek między art. 21 i art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014.

72. Pytanie to wynika z tego, że skarżący w postępowaniu głównym jest zdania, iż art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 zawiera wyczerpujące uregulowanie szczególne dotyczące działalności dziennikarskiej. W związku z tym, jego zdaniem, nie miały do niej zastosowania ogólne wymogi dotyczące zgodności z prawem ujawniania informacji poufnych w kontekście zawodowym na mocy art. 10 rozporządzenia nr 596/2014. Według skarżącego w przypadku działalności dziennikarskiej nie powinny być w związku z tym również badane ustanowione przez Trybunał wymogi bezwzględnej konieczności i proporcjonalności ujawnienia informacji poufnej [37].

a) W przedmiocie pojęcia ujawniania informacji poufnej „do celów dziennikarskich"

1) W przedmiocie wykładni pojęcia

73. W tym kontekście w szczególności AMF i rząd francuski przyjęły w niniejszym postępowaniu szczególnie wąską interpretację pojęcia „celów dziennikarskich". Zgodnie z nim ma ona obejmować jedynie samą publikację informacji i bezpośrednio z nią związane działania. W związku z tym powiadomienie o zbliżającej się publikacji artykułu nie byłoby objęte tym pojęciem, ponieważ samo w sobie jest ujawniane jedynie wąskiemu kręgowi osób, a zatem nie jest ani publikowane, ani nie służy bezpośrednio publikacji danego artykułu.

74. W świetle znaczenia i celu art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 taka interpretacja pojęcia „celów dziennikarskich" okazuje się jednak trudna do uzasadnienia. W istocie gdyby wyciągnąć z niej logiczne wnioski, wykluczyłaby ona od samego początku znaczną część działalności dziennikarskiej poprzedzającej faktyczną publikację, a mianowicie działalność badawczą, z zakresu ochrony wolności prasy i swobody wypowiedzi w kontekście prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych. Jednakże zakres stosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 musi być zgodny z zakresem ochrony wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach [38]. Jest to zgodne z celem rozporządzenia, który wynika z motywu 77 rozporządzenia nr 596/2014. Zgodnie z nim wszelkie odniesienia w tekście rozporządzenia do tych praw podstawowych mają na celu zapewnienie ich uwzględnienia zgodnie z postanowieniami karty i EKPC.

75. Jest tak również ze względu na fakt, że w przeciwnym razie art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 miałby tylko stosunkowo niewielki zakres zastosowania. Dzieje się tak dlatego, że przynajmniej w zakresie, w jakim ma miejsce publikacja informacji w szeroko rozpowszechnionym organie prasowym, jest to już dozwolone zupełnie niezależnie od stosowania art. 21 rozporządzenia

[37] W tym względzie zob. pkt 62 niniejszej opinii.

[38] Jeżeli natomiast, w przypadku wykładni zawężającej, wyżej wymienione prawa podstawowe miałyby zostać w każdym wypadku włączone w ramy badania normalnego wykonywania zawodu dziennikarza w rozumieniu art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014, wówczas art. 21 tego rozporządzenia lub jego wykładnia zawężająca nie miałby znowu żadnego praktycznego znaczenia.

nr 596/2014. W wyniku takiej publikacji nie jest już bowiem spełniona przesłanka, aby informacja nie była podana do wiadomości publicznej, a tym samym nie ma ona już charakteru informacji poufnej [39].

76. Europejski Trybunał Praw Człowieka (zwany dalej „ETPC") podkreśla wprawdzie w odniesieniu do art. 10 EKPC [40] funkcję dziennikarstwa polegającą na rozpowszechnianiu informacji i idei we wszystkich sprawach będących przedmiotem zainteresowania publicznego [41], nie można z tego jednak wyciągać wniosku, że obiektywnie rzecz biorąc tylko faktyczne publikowanie informacji i ściśle z tym związane działania są również chronione przez wolność prasy. ETPC wyraźnie włącza w zakres ochrony działania, które – takie jak badania i dochodzenia – mają jedynie charakter przygotowawczy w odniesieniu do późniejszego rozpowszechniania lub publikacji. Działania te są nawet uważane za wymagające szczególnej ochrony [42]. W tym kontekście weryfikacja faktu u źródła [43] przed jego publikacją, o której mowa w pytaniu prejudycjalnym 2b, jest a całą pewnością objęta zakresem ochrony wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach, a tym samym zakresem zastosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014. Dotyczy to również sytuacji, gdy w ramach takiej weryfikacji skarżący w postępowaniu głównym dał do zrozumienia, że niebawem nastąpi opublikowanie artykułu dotyczącego tych faktów.

77. Z relacji AMF wynika jednak, że rozmowy między skarżącym w postępowaniu głównym a kolejnymi nabywcami nie służyły weryfikacji żadnych informacji, lecz ograniczały się do zwykłego poinformowania o zbliżającej się publikacji artykułu na temat przedmiotowej pogłoski.

78. Jednakże taki czyn może być również objęty zakresem ochrony wolności prasy. W tym względzie ETPC nie wymaga, aby dane działanie przynosiło bezpośrednią korzyść konkretnej publikacji. I tak, w przypadku dziennikarza, który regularnie relacjonuje sprawy karne, wniosek o udzielenie informacji poufnych przez pracownika prokuratury, mający na celu ogólne informowanie o śledztwach bez pracy nad konkretną publikacją lub badaniami, został bez dalszego komentarza uznany za objęty zakresem ochrony wolności prasy [44].

79. Dla otwarcia zakresu ochrony wolności prasy, a tym samym dla możliwości zastosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, istotne jest zatem jedynie to, aby czyn lub działalność były wykonywane przez podmiot działający w charakterze dziennikarza, a nie prywatnie [45]. Wymaga to zarówno obiektywnego, jak i celowego związku tego czynu lub działalności z działalnością

[39] Zobacz podobnie wyrok z dnia 10 maja 2007 r., Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, pkt 39), zgodnie z którym nie można popełnić czynu wykorzystywania informacji poufnych wobec osoby mającej dostęp do informacji poufnych ze względu na brak asymetrii informacyjnej. Inaczej może być w przypadku, gdy informacja jest publikowana w publikacji prasowej o bardzo małym zasięgu.

[40] Gwarancje przewidziane w art. 10 EKPC odpowiadają gwarancjom przewidzianym w art. 11 karty w rozumieniu art. 52 ust. 3 karty w odniesieniu do wolności wyrażania opinii i wolności prasy, por. wyjaśnienia dotyczące karty (Dz.U. 2007, C 303, s. 21, s. 33), a także wyroki: z dnia 4 maja 2016 r., Philip Morris Brands i in. (C-547/14, EU:C:2016:325, pkt 147); z dnia 14 lutego 2019 r., Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, pkt 65). W ukierunkowaniu na gwarancje odpowiednich praw EKPC, jak wynika z wyjaśnień do art. 52 ust. 3 karty (Dz.U. 2007, C 303, s. 33), należy uwzględnić nie tylko jego brzmienie, ale także orzecznictwo ETPC; zob. wyrok z dnia 30 czerwca 2016 r., Toma i Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, pkt 41).

[41] Zobacz wyroki ETPC: z dnia 7 lutego 2012 r. w sprawie Axel Springer przeciwko Niemcom, CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79; z dnia 8 listopada 2016 r. w sprawie Magyar Helsinki Bizottság przeciwko Węgrom, CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168; zob. też wyrok z dnia 16 grudnia 2008 r., Satakunnan Markkinapörssi i Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, pkt 61).

[42] Wyrok ETPC z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie Dammann przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52.

[43] W sprawie ochrony źródeł zob. tylko wyroki ETCP: z dnia 27 marca 1996 r. w sprawie Goodwin przeciwko Zjednoczonemu Królestwu, CE:ECHR:1996:0327JUD00174889; z dnia 5 października 2017 r. w sprawie Becker przeciwko Norwegii, CE:ECHR:2017:1005JUD002127212.

[44] Wyrok ETPC z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie Dammann przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28.

[45] Co do „konsekwencji działania w charakterze dziennikarza" zob. wyroki ETPC: z dnia 20 października 2015 r. w sprawie Pentikäinen przeciwko Finlandii, CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35; z dnia 5 stycznia 2016 r. w sprawie Erdtmann przeciwko Niemcom, CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16.

dziennikarską danej osoby. Taka działalność dziennikarska musi mieć zasadniczo na celu publiczne ujawnianie informacji. Jednakże samo sporne działanie, o którym mowa, nie musi polegać na informowaniu opinii publicznej.

80. W konsekwencji powiadomienie o zbliżającej się publikacji artykułu byłoby uważane za ujawnienie dokonane „do celów dziennikarskich" w rozumieniu art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 już wtedy, gdyby sąd odsyłający doszedł do wniosku, że działalność badawczą dziennikarza finansowego charakteryzuje w praktyce fakt pozostawania w kontakcie z analitykami finansowymi, w ramach których wymieniane są również informacje o planowanych artykułach i ich publikacji.

81. Kwestię tę należałoby jednak ocenić inaczej, gdyby przedmiotowe kontakty nie były nawiązywane w ramach uzyskiwania informacji do (przyszłych) artykułów, lecz miały na celu uzyskanie przewagi informacyjnej lub wykorzystanie takiej przewagi zupełnie niezależnie od tego. Do sądu odsyłającego należy dokonanie ustaleń faktycznych niezbędnych dla dokonania tej oceny [46].

82. Z kolei od kwestii możliwości zastosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 należy oddzielić pytanie, czy taka praktyka dziennikarska stanowi w rezultacie zgodne z prawem ujawnienie informacji poufnej. Wbrew bowiem twierdzeniom skarżącego w postępowaniu głównym okoliczność, że spełnione są przesłanki faktyczne art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, nie prowadzi jeszcze do objęcia danego działania zakresem wyjątku od zakazu ujawniania. Aspekt ten jest przedmiotem trzeciego pytania prejudycjalnego.

83. W tym zakresie już z brzmienia art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 wynika, że „[d]o celów art. 10 […] ujawnianie […] podlega ocenie z uwzględnieniem zasad rządzących wolnością prasy i wolnością wypowiedzi w innych środkach przekazu oraz zasad lub kodeksów obowiązujących w zawodzie dziennikarza". Tym samym przepis ten najwyraźniej zakłada, że nawet w przypadku ujawnienia informacji poufnych dla celów dziennikarskich art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 pozostaje przepisem właściwym dla oceny zgodności z prawem takiego ujawnienia. Tylko w jego ramach może w ogóle nastąpić uwzględnienie przedmiotowych praw podstawowych, jak również zasad etyki zawodowej. W związku z tym art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 nie przewiduje niezależnego skutku prawnego i choćby z tego powodu nie może stanowić niezależnego wyjątku od zakazu ujawniania informacji.

84. Wynika z tego, że zgodność z prawem lub niezgodność z prawem ujawnienia informacji do celów dziennikarskich podlega, w drugim etapie, ocenie, czy zostało ono dokonane w ramach normalnego wykonywania zawodu dziennikarza w rozumieniu art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 [47]. To z kolei uzasadnia zrównanie zakresu zastosowania art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 z zakresem ochrony wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach, a w konsekwencji przyjęcie, że ujawnienie informacji poufnej „do celów dziennikarskich" ma miejsce zawsze, gdy jest dokonywane przez podmiot działający w charakterze dziennikarza [48].

[46] Zobacz bardziej szczegółowo pkt 85 i nast. niniejszej opinii poniżej.

[47] Zobacz pkt 89 i nast. niniejszej opinii poniżej.

[48] Porównaj pkt 79 niniejszej opinii.

2) W przedmiocie dowodu na istnienie celów dziennikarskich w poszczególnych przypadkach

85. Już z powyższych rozważań [49] wynika, że badanie i udowadnianie (nie)istnienia celów dziennikarskich może nastręczać trudności natury faktycznej.

86. Zgodnie z ogólnymi zasadami ciężar udowodnienia naruszenia zakazu ujawniania informacji spoczywa na właściwych organach państwowych. Muszą one zatem również udowodnić, że ujawnienie nie nastąpiło w celach dziennikarskich. W tym celu muszą one ustalić obiektywne okoliczności czynu, na podstawie których sąd rozpatrujący sprawę musi stwierdzić, czy wykazują one związek z działalnością dziennikarską danej osoby lub osób lub przynajmniej czy istnieją konkretne elementy przemawiające za stwierdzeniem występowania takiego związku.

87. W tym względzie oczywiste jest, że sąd będzie mógł łatwiej przyjąć istnienie celów dziennikarskich, jeżeli dana dziennikarka lub dany dziennikarz przedstawi wyjaśnienia, w jaki sposób zarzucany im czyn wpisuje się w ich działalność dziennikarską. Nie może to jednak prowadzić do przerzucenia na daną osobę ciężaru udowodnienia istnienia celów dziennikarskich. Wręcz przeciwnie, każda zainteresowana osoba ma prawo do zachowania milczenia [50], nawet w ramach postępowania dotyczącego sankcji administracyjnej, a korzystanie z tego prawa nie może mieć dla niej negatywnych konsekwencji. Ponadto obowiązuje także domniemanie niewinności (art. 4 ust. 1 karty), które ma zastosowanie również w dziedzinie ścigania czynów karalnych związanych z wykorzystaniem informacji poufnych [51]. W związku z tym nie można wymagać od dziennikarki czy dziennikarza, aby podawali jakiekolwiek informacje na temat celów ujawnienia przedmiotowej informacji. Wreszcie odpowiada to także potrzebom dziennikarskiej ochrony źródeł.

88. W razie wątpliwości zatem, w przypadku dziennikarek i dziennikarzy zawodowych, ujawnienie „do celów dziennikarskich" w rozumieniu art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 może być wykluczone tylko wtedy, gdy albo obiektywne okoliczności czynu nie mają żadnego wewnętrznego związku z ich działalnością zawodową, albo ewentualnie możliwe jest udowodnienie – przy zastosowaniu metod przewidzianych w tym zakresie w prawie krajowym – że ujawnienie zostało dokonane subiektywnie dla celów pozazawodowych lub osobistych.

b) W przedmiocie zbadania „normaln[ego] tryb[u] wykonywania czynności w ramach […] zawodu" dziennikarza w rozumieniu art. 21 w związku z art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014

89. Zgodnie z art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 ujawnienie informacji poufnej nie jest niezgodne z prawem, jeżeli następuje w „normalnym trybie wykonywania czynności w ramach […] zawodu". Pytanie brzmi, czy w zakresie art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 mieści się tylko takie ujawnienie, które jest bezwzględnie konieczne do wykonywania zawodu dziennikarza w rozumieniu wyroku w sprawie Grøngaard i Bang i które następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności [52].

[49] Porównaj w szczególności pkt 80 niniejszej opinii.

[50] Zobacz wyrok z dnia 2 lutego 2021 r., Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, pkt 42).

[51] Porównaj motyw jedenasty dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za manipulacje na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku).

[52] Zobacz już pkt 62 niniejszej opinii.

90. Orzecznictwo zapoczątkowane wyrokiem w sprawie Grøngaard i Bang, które rozwinęło się pierwotnie w odniesieniu do art. 3 lit. a) dyrektywy 89/592[53], można łatwo przenieść na grunt art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014. Dzieje się tak dlatego, że przepisy te są w dużej mierze identycznie sformułowane, a względy, które skłoniły Trybunał do takiej interpretacji kryterium „normaln[ego] tryb[u] wykonywania czynności w ramach […] zawodu" są nadal aktualne. W szczególności ujawnianie informacji poufnych jest nadal rozumiane jako poważne zagrożenie dla funkcjonowania rynków kapitałowych i zaufania inwestorów do nich[54], dlatego też wyjątki od zakazu ujawniania informacji muszą pozostać ograniczone. Znaczenie, jakie prawodawca przywiązuje do ochrony integralności rynku, jest nawet wzmocnione przez fakt, że poprzez przyjęcie rozporządzenia nr 596/2014 normy prawne wywodzą się obecnie z rozporządzenia[55].

91. Sąd krajowy zastanawia się jednak, czy orzecznictwo to ma zastosowanie również w kontekście art. 21 rozporządzenia nr 596/2014 (w związku z art. 10 ust. 1 tego rozporządzenia). W istocie, ponieważ główną funkcją prasy jest właśnie rozpowszechnianie idei i informacji w sprawach dotyczących interesu publicznego, wykonywanie zawodu dziennikarza jest w szczególny sposób ograniczone przez ścisłe stosowanie zakazu ujawniania informacji.

92. Nie wynika z tego jednak – wbrew temu, co podnosi sąd odsyłający w ramach czwartego pytania prejudycjalnego – że ścisłe warunki, którymi Trybunał obwarował wyjątek od zakazu ujawniania informacji w kontekście dziennikarskim, nie mają w ogóle zastosowania[56]. Artykuł 21 rozporządzenia nr 596/2014 wskazuje raczej tylko, że orzecznictwo to należy stosować w sposób, który nie prowadzi do naruszenia wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach.

93. W tej kwestii w dziedzinie dziennikarstwa finansowego należy rozróżnić, czy działalność dziennikarska mieści się wyłącznie w kręgu zainteresowań inwestujących podmiotów, czy też porusza również tematy o ogólnym znaczeniu politycznym lub społecznym. Bowiem zgodnie z orzecznictwem ETPC w ramach debat o znaczeniu społecznym lub politycznym nie ma dużych możliwości ograniczenia wolności prasy[57], podczas gdy doniesieniom o ograniczonym znaczeniu dla opinii publicznej nie należy przypisywać takiej samej wagi[58].

94. Zgodnie z tymi standardami istnieje duża potrzeba wyjaśnienia, a tym samym zwiększone zainteresowanie opinii publicznej ujawnianiem niewłaściwego postępowania przedsiębiorstw, co często idzie w parze z publiczną dyskusją na temat regulacji gospodarczych lub ewentualnej bezczynności ze strony władz państwowych[59]. Dzieje się tak w szczególności dlatego, że

[53] Dyrektywa Rady 89/592/EWG z dnia 13 listopada 1989 r. w sprawie koordynacji przepisów dotyczących wykorzystywania informacji poufnych (Dz.U. 1989, L 334, s. 30).

[54] Tak wynika z uzasadnienia wyroku z dnia 22 listopada 2005 r., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, pkt 33). Porównaj motywy drugi i piąty dyrektywy 89/592 z jednej strony oraz motywy 1, 2 i 23 rozporządzenia nr 596/2014 z drugiej strony.

[55] Podobnie również motyw 4 rozporządzenia nr 596/2014. Co więcej, przemawia za tym fakt, że dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za manipulacje na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz.U. 2014, L 173, s. 179), w szczególności jej art. 4, wymaga istnienia w prawie państw członkowskich sankcji karnych w niektórych przypadkach czynów karalnych związanych z wykorzystaniem informacji poufnych.

[56] Zobacz już pkt 76 i przypis 41 do niniejszej opinii.

[57] Wyroki ETPC: z dnia 7 czerwca 2007 r. w sprawie Dupuis i in. przeciwko Francji, CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40; z dnia 10 grudnia 2007 r. w sprawie Stoll przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 117 i nast.; z dnia 29 marca 2016 r. w sprawie Bédat przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49.

[58] Zobacz podobnie wyrok ETPC z dnia 23 czerwca 2016 r. w sprawie Brambilla przeciwko Włochom, CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59.

[59] Znanym przykładem jest artykuł „Is Enron Overpriced?" autorstwa Bethany McLean (*Fortune*, 5 marca 2001 r.), który pomógł ujawnić jeden z największych skandali korporacyjnych w USA. Innym przykładem są badania Renate Daum, która ujawniła skandal księgowy w sprawie ComRoad w Niemczech („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen", 2003). Dziennikarze *Financial Times* już w 2015 r. wyrazili również wątpliwości co do rzetelności sprawozdawczości finansowej Wirecard AG (Dan McCrum, „The House of Wirecard", *Financial Times*, 27 kwietnia 2015 r.).

przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do niepublikowania informacji, które są dla nich negatywne, nawet jeśli może to naruszać obowiązek ujawniania publicznego ad hoc, wynikający z art. 17 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014. Prasa pełni więc rolę stróża publicznego [60]. Aby jednak mogła skutecznie pełnić tę funkcję, należy pozwolić jej, w dość szczodrych ramach, również na przetwarzanie i, w razie potrzeby, ujawnianie informacji poufnych.

95. Z kolei ograniczenia w ujawnianiu informacji poufnych mogą być bardziej uzasadnione w przypadku powiadomień interesujących wyłącznie określony krąg inwestorów. Powiadomienia te służą jedynie ogólnemu interesowi informacyjnemu rynku, który w świetle celów efektywności informacyjnej i przejrzystości prawa rynku kapitałowego, należy wprawdzie uznać za niezależny interes publiczny [61], jednak interes ten jest już realizowany przez mechanizmy ujawniania informacji w ramach prawa rynku kapitałowego [62]. Na przykład w przypadku przejęć przedsiębiorstw, takich jak w niniejszej sprawie, oprócz wspomnianej już publikacji ad hoc, publikacja oferty przejęcia przez oferenta jest również przewidziana w dyrektywie 2004/25 [63].

96. Dla stosowania art. 21 w związku z art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014 oraz badania kryterium bezwzględniej konieczności ujawnienia informacji oznacza to, co następuje: Zgodnie z orzecznictwem ETPC nawet jeśli za relacjonowaniem przemawia silny interes publiczny, należy w każdym wypadku zbadać, czy nie istnieją oczywiste alternatywne sposoby osiągnięcia celów dziennikarskich [64].

97. Natomiast w przypadku takim jak w niniejszej sprawie można ponadto sprawdzić, stosując surowsze kryteria, czy informacja została już dostatecznie zweryfikowana, co z zasady należy do oceny dziennikarki lub dziennikarza. W każdym razie można zbadać, czy weryfikacja byłaby możliwa nawet bez wspominania o zbliżającej się publikacji artykułu. Gdyby sąd odsyłający uznał, że powiadomienie o publikacji artykułu nie nastąpiło w ramach weryfikacji [65], należałoby zbadać, czy ujawnienie to było rzeczywiście konieczne do wykonywania zadań dziennikarskich, a w szczególności czy był to jedyny sposób zapewnienia przepływu informacji dla przyszłych artykułów.

98. W tym kontekście nie wydaje się wykluczone, że w niniejszej sprawie sąd odsyłający dojdzie do wniosku, że powiadomienie o zbliżającej się publikacji nie było bezwzględnie konieczne.

[60] Podobnie ostatnio wyrok ETPC z dnia 20 maja 2021 r. w sprawie Amaghlobeli i in. przeciwko Gruzji, CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36.

[61] Zobacz już pkt 1 niniejszej opinii.

[62] Jednakże prasa może również przejąć ważniejszą funkcję w tej dziedzinie, jeżeli istnieje ryzyko, że te mechanizmy okażą się nieskuteczne w odniesieniu do pewnych informacji; zob. już pkt 94 niniejszej opinii.

[63] Zobacz art. 6 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. 2004, L 142, s. 12).

[64] Na przykład ETPC bada, czy żądane informacje można było także uzyskać w legalny sposób; zob. wyroki ETPC: z dnia 20 maja 2021 r. w sprawie Amaghlobeli i in. przeciwko Gruzji, CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39; z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie Dammann przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53, 56. Zobacz także wyrok ETPC z dnia 20 października 2015 r. w sprawie Pentikäinen przeciwko Finlandii, CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101, w którym ETPC zbadał, czy skarżący mógł równie dobrze kontynuować swoją działalność sprawozdawczą, gdyby zastosował się do nakazu policji.

[65] W odniesieniu do różnych hipotez faktycznych zob. pkt 76 i 80 niniejszej opinii.

99. W przeciwnym razie, przy wyważaniu wolności prasy i integralności rynku w ramach oceny proporcjonalności sensu stricto, należałoby wziąć pod uwagę z jednej strony fakt, że w wyniku ujawnienia informacji poufnych doszło do ich wykorzystania w obrocie papierami wartościowymi [66].

100. Wykorzystanie tych informacji powoduje bowiem przede wszystkim realne szkody finansowe. W rzeczywistości, w zakresie, w jakim mający zaufanie inwestorzy nie mają wiedzy o danej informacji, sprzedają oni swoje papiery wartościowe – w zależności od treści informacji – poniżej wartości lub kupują je powyżej wartości. Szkodę ponoszą przede wszystkim szczególnie uważni inwestorzy, ponieważ reagują oni szczególnie szybko na ruchy cen spowodowane wykorzystywaniem informacji poufnych, których nie można wyjaśnić w żaden inny sposób. W perspektywie średnioterminowej istnieje również ryzyko, że inwestorzy ci stracą całkowicie zaufanie do rynku i opuszczą go. W rezultacie z rynku odpływają właśnie ci (uważni) inwestorzy, którzy dbają o to, aby ceny na rynku kształtowały się szybko i precyzyjnie. Ponadto i w konsekwencji istnieje ryzyko, że ogół społeczeństwa utraci zaufanie do funkcjonowania rynków [67], którego przywrócenie jest, według prawodawcy, prawie niemożliwe [68].

101. Z drugiej strony należy zważyć, że prasa nie powinna być zasadniczo zniechęcana do prowadzenia badań lub publikowania na określone tematy przez przedmiotowe rozporządzenie lub jego stosowanie, a w szczególności przez zakaz ujawniania informacji [69]. Ważną rolę odgrywa tu surowość grożącej sankcji [70].

102. Jednak to, czy dany przedstawiciel prasy zasługuje na ochronę, zależy w konkretnym przypadku od tego, czy działał on w sposób rzetelny i odpowiedzialny [71]. Szczególne, choć nie ostateczne znaczenie ma to, czy jego działanie było zgodne z prawem [72]. W przypadku takim jak niniejszy może zatem odgrywać rolę to, w jakim stopniu dziennikarz – oprócz własnych potencjalnie karalnych działań – (świadomie) uczestniczy w cudzym przestępstwie, np. w wykorzystywaniu informacji poufnych przez inne podmioty.

103. Jeśli chodzi o potencjalnie zniechęcający wpływ [73] prawa dotyczącego wykorzystywania informacji poufnych na dziennikarstwo finansowe skarżący w postępowaniu głównym podkreśla wprawdzie, że nie naruszył żadnej zasady etyki zawodowej zakazującej w tych okolicznościach

66 Zobacz na temat znaczenia naruszenia, które miało miejsce w odniesieniu do osób trzecich lub w odniesieniu do chronionego interesu prawnego, wyrok ETPC z dnia 1 lipca 2014 r. w sprawie A.B. przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55, z odniesieniem do wyroku ETPC z dnia 7 czerwca 2007 r., Dupuis i in. przeciwko Francji, CE:ECHR:2007:0607JUD000191402. Zobacz również wyrok ETPC z dnia 10 grudnia 2007 r. w sprawie Stoll przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130.

67 Zobacz motyw 2 i art. 13 ust. 2 lit. a) rozporządzenia nr 596/2014. Zobacz również pkt 1 niniejszej opinii.

68 Porównaj np. wniosek Komisji dotyczący dyrektywy w sprawie minimalnych wymogów w zakresie ochrony środowiska z dnia 19 listopada 2002 r., COM(2002) 625 wersja ostateczna (Dz.U. 2003, C 71 E, s. 62).

69 Wyroki ETPC: z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie Dammann przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57; z dnia 10 grudnia 2007 r. w sprawie Stoll przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154.

70 Na przykład ETPC uznał grzywnę w wysokości 800 CHF za stosunkowo niewielką; zob. wyrok ETPC z dnia 10 grudnia 2007 r. w sprawie Stoll przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157.

71 Na temat konstrukcji argumentacyjnej „odpowiedzialnego dziennikarstwa" ETPC zob. wyroki ETPC: z dnia 25 kwietnia 2006 r. w sprawie Dammann przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55; z dnia 7 czerwca 2007 r. w sprawie Dupuis i in. przeciwko Francji, CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43; z dnia 20 października 2015 r. w sprawie Pentikäinen przeciwko Finlandii, CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90.

72 Wyroki ETPC: z dnia 20 października 2015 r. w sprawie Pentikäinen przeciwko Finlandii, CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90; z dnia 5 stycznia 2016 r. w sprawie Erdtmann przeciwko Niemcom, CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20.

73 Zobacz np. wyroki ETPC: z dnia 22 listopada 2007 r. w sprawie Voskuil przeciwko Niderlandom, CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65; z dnia 14 września 2010 r. w sprawie Sanoma Uitgevers B.V. przeciwko Niderlandom, CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59; z dnia 25 października 2011 r. w sprawie Altuğ Taner Akçam przeciwko Turcji, CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75.

powiadamiania o zbliżającej się publikacji artykułu [74], jednak w tym względzie to z jednej strony do sądu odsyłającego należy zbadanie, czy wynika z tego, że zachowanie skarżącego rzeczywiście odpowiadało praktyce dziennikarskiej, a z drugiej strony nawet przestrzeganie dziennikarskich zasad etyki zawodowej, przynajmniej w tym kontekście, nie pozwala łatwo stwierdzić, że ujawnienie informacji poufnej było zgodne z prawem. Dzieje się tak dlatego, że standardy zawodowe obowiązujące w państwach członkowskich regulują konflikt między wolnością prasy a prawem o wykorzystywaniu informacji poufnych częściowo tylko w sposób podstawowy [75], tak że równowaga między wolnością prasy a integralnością rynku, do której dąży art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, nie mogłaby zostać osiągnięta poprzez oparcie oceny na samych zasadach etyki zawodowej regulujących działalność dziennikarską. Tak więc gwarancje praw podstawowych w zakresie wolności prasy i swobody wypowiedzi pozostają decydującym puntem odniesienia, którego treści zwykły prawodawca lub organizacje zawodowe w każdym razie nie mogą swobodnie określać.

104. W konsekwencji jeżeli zachowanie, które dziennikarka lub dziennikarz, kierując się wyłącznie zasadami etyki zawodowej, mogli uznać za dopuszczalne, zostanie jednak uznane za naruszenie zakazu ujawniania, okoliczność ta może zostać uwzględniona poprzez odstąpienie od wymierzenia sankcji [76]. Również w ten sposób mogą być zagwarantowane zapewniające pewność prawa ramy dla działalności dziennikarzy w dziedzinie związanej z rynkiem kapitałowym [77].

c) Wniosek pośredni

105. Zgodnie z powyższym na pytania prejudycjalne od drugiego do czwartego należy udzielić odpowiedzi, że mamy do czynienia z ujawnieniem „do celów dziennikarskich" w rozumieniu art. 21 rozporządzenia nr 596/2014, jeżeli ujawnienie jest dokonane przez podmiot działający w charakterze dziennikarza. Jednak również w tym przypadku legalność ujawnienia zależy od tego, czy zostało ono dokonane w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia lub zawodu dziennikarza w rozumieniu art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014. Zakłada to, że ujawnienie jest bezwzględnie konieczne do tych celów i następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności. Dokonując oceny bezwzględnej konieczności i proporcjonalności ujawniania informacji dla działalności dziennikarskiej, należy wyważyć pomiędzy wymogami wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach a zagrożeniami dla integralności rynków kapitałowych, jakie niesie ze sobą ujawnianie informacji. Przy badaniu proporcjonalności z jednej strony należy uwzględnić w szczególności interes publiczny związany z tematem danej pracy dziennikarskiej, zasługiwanie przez dziennikarza na ochronę oraz surowość sankcji, a z drugiej strony znaczenie ma między innymi to, czy ryzyko wykorzystywania informacji poufnych było oczywiste i czy w danym przypadku się zmaterializowało.

[74] Odnośnie do znaczenia zasad etyki zawodowej w tym kontekście zob. wyrok ETPC z dnia 10 grudnia 2007 r. w sprawie Stoll przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 i nast.

[75] Na przykład Clause 13 IPSO Editors' Code of Practice (klauzula 13 kodeksu postępowania redaktorów IPSO), która dotyczy dziennikarstwa finansowego, obejmuje jedynie przypadek własnego finansowego zaangażowania dziennikarza w informacje poufne. Odpowiednie zasady postępowania Presserat zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichtserstattung (niemieckiej rady prasowej w zakresie sprawozdawczości gospodarczej i finansowej) ograniczają się w punkcie II.1.a do stwierdzenia, że „zasadniczo" informacje poufne nie mogą być przekazywane.

[76] Rozporządzenie nr 596/2014 nie zobowiązuje do nakładania kar lub sankcji administracyjnych, ale przewiduje również możliwość na przykład nakazu zaprzestania działalności na przyszłość; por. art. 30 ust. 2 lit. a) rozporządzenia nr 596/2014.

[77] Zobacz wyrok ETPC z dnia 24 lutego 2015 r. w sprawie Haldimann i in. przeciwko Szwajcarii, CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61, zgodnie z którym należy wziąć pod uwagę, że dziennikarze działali w dobrej wierze w odniesieniu do zasad postępowania zawodowego.

VI. Wnioski

106. W świetle powyższego proponuję, aby na pytania zadane przez Cour d'appel de Paris (sąd apelacyjny w Paryżu) Trybunał udzielił odpowiedzi w następujący sposób:

1) Artykuł 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) w związku z art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy 2003/124/WE należy interpretować w ten sposób, że pochodząca od autora artykułu prasowego informacja o zbliżającej się publikacji tego artykułu, którego przedmiotem jest pogłoska rynkowa dotycząca przejęcia przedsiębiorstwa, spełnia wymóg precyzyjności określony w art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 w związku z art. 1 ust. 1 alternatywa druga dyrektywy 2003/124, jeżeli przedmiot artykułu w jego opublikowanej formie jest na tyle szczegółowy, że można z niego wywnioskować możliwy wpływ na ceny jednego lub więcej instrumentów finansowych. Ma to miejsce w przypadku, gdy publikacja artykułu dostarcza elementów, na podstawie których można ocenić wiarygodność zawartych w nim informacji i wywieść z nich skutki gospodarcze dla emitenta. Znaczenie może mieć renoma i reputacja dziennikarza, który podpisał się pod artykułem, reputacja organu prasowego, który ten artykuł opublikował, oraz fakt, że w artykule podano określoną cenę przedmiotowej oferty przejęcia.

   Ewentualne wahania ceny po opublikowaniu przedmiotowych informacji mogą zostać wykorzystane w rozumieniu motywu drugiego dyrektywy 2003/124/WE do zweryfikowania przyjętego założenia, że informacje ex ante były szczegółowe w rozumieniu art. 1 ust. 1 alternatywa druga tej dyrektywy.

2) Artykuł 21 w związku z art. 10 ust. 1 rozporządzenia (UE) nr 596/2014 należy interpretować w ten sposób, że mamy do czynienia z ujawnieniem „do celów dziennikarskich", jeżeli ujawnienie jest dokonane przez podmiot działający w charakterze dziennikarza. Jednak również w tym przypadku legalność ujawnienia zależy od tego, czy zostało ono dokonane w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia lub zawodu dziennikarza w rozumieniu art. 10 ust. 1 rozporządzenia nr 596/2014. Zakłada to, że ujawnienie jest bezwzględnie konieczne do tych celów i następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności. Dokonując oceny bezwzględnej konieczności i proporcjonalności ujawniania informacji dla działalności dziennikarskiej, należy wyważyć pomiędzy wymogami wolności prasy i swobody wypowiedzi w mediach a zagrożeniami dla integralności rynków kapitałowych, jakie niesie ze sobą ujawnianie informacji. Przy badaniu proporcjonalności z jednej strony należy uwzględnić w szczególności interes publiczny związany z tematem danej pracy dziennikarskiej, zasługiwanie przez dziennikarza na ochronę oraz surowość sankcji, a z drugiej strony znaczenie ma między innymi to, czy ryzyko wykorzystywania informacji poufnych było oczywiste i czy w danym przypadku się zmaterializowało.